

# 黄金：暂无远“虑”，近“忧”可控

张晨

期货从业资格号：F0284349

投资咨询从业证书号：Z0010567

2024年4月11日



# 目录

CONTENTS

- 01 市场回顾及后市推演
- 02 影响因素分析及展望
- 03 观点梳理

01

# 市场回顾及 后市推演

---

# 温故：上一轮紧缩周期尾声金价走势



图1.1：2018-2019年上一轮紧缩周期尾声金价走势节奏

资料来源：博易大师、一德宏观战略部

- ◆ 首次提及降息后开启主升，起点1274。
- ◆ 首次降息落地、第二次降息前金价见顶；首次降息后约有10%上涨空间。

# 知新：本轮紧缩周期尾声金价走势



图1.2：本轮紧缩周期尾声金价走势节奏

资料来源：博易大师、一德宏观战略部

- ◆ 首次提及降息节点为去年12月FOMC，起点1988。
- ◆ 如果联储未错判市场，软着陆预期下即便年内降息预期继续削弱，降息落地前即便出现阶段性调整，金价也大概率不会跌破上述价格。

# 市场回顾：目前外盘金价运行的趋势

图1.3：纽期金月线尚存背离，上涨处于补涨白银周期



图1.4：金银波段运行时刻表

序号	时间	金	时间	银	顶/底
1	2024/4/9	2376	2021/2/1	30.35	顶
2	2020/3/16	1450.9	2020/3/18	11.64	底
3	2020/3/9	1704.3	2019/9/4	19.75	顶
4	2016/12/15	1124.3	2018/11/14	13.86	底
5	2016/7/6	1377.5	2016/7/4	21.23	顶
6	2015/12/3	1045.4	2015/12/14	13.60	底
7	2012/10/5	1798.1	2012/10/1	35.40	顶
8	2011/12/29	1523.9	2012/6/28	26.07	底
9	2011/9/6	1922.6	2011/4/28	49.50	顶
10	2008/10/24	681.7	2008/10/28	8.44	底

◆ 黄金再创新高后，理论上在白银无法突破的2021年高点的情况下，黄金仍可反复刷新高点以延续闭环；当然，闭环也可以随时结束——开启周线及以上级别调整的可能依然无法被排除。

资料来源：博易大师及作者自行统计、一德宏观战略部

# 后市推演：周线级别调整无法排除，但回撤幅度可控

图1.5：纽期金周线调整概率更高



- ◆ 预计调整阶段至少为**周线**级别（2085-1824，-13%；1975-1810，-8%），如升级为**月线**级别（2079-1618，-22%；2089-1673，-20%），则时长及幅度或将都有所延长。
- ◆ 年内仍然保有至少一次降息情况下，调整大概率为**周线**级别，幅度-10%，考虑到价格调整时溢价走高，预计沪金、沪银二季度运行区间为520-570、6500-7500。

资料来源：博易大师及作者自行统计、一德宏观战略部

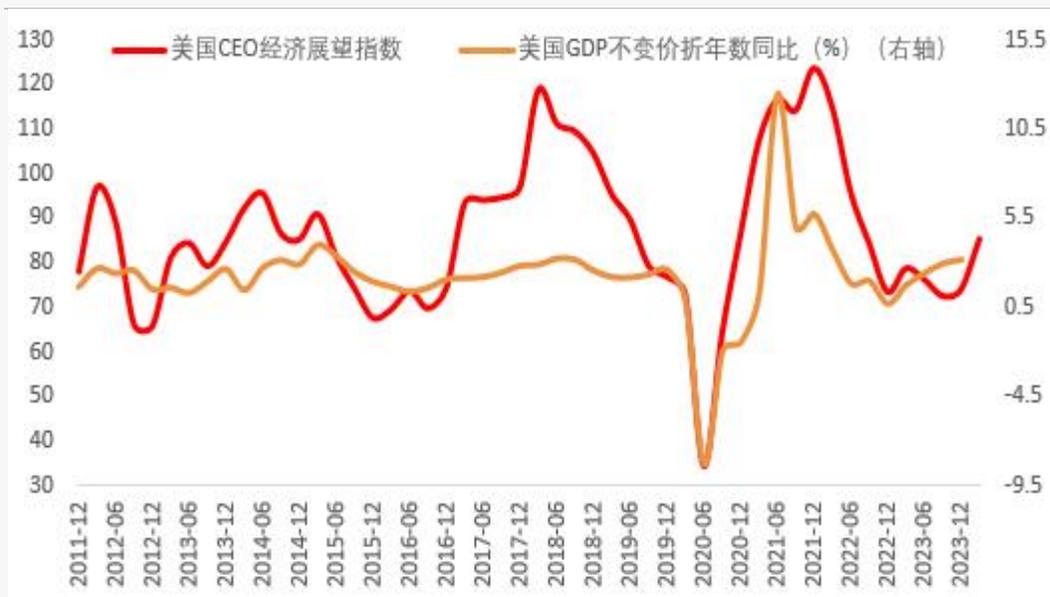
02

## 影响因素分析 及展望

---

# 美国经济：不衰退得“官宣”，二次通胀担忧加深

图2.1：美国GDP同比与CEO经济展望指数



资料来源：wind、一德宏观战略部

图2.2：年内10年期美债盈亏平衡通胀率 (%)



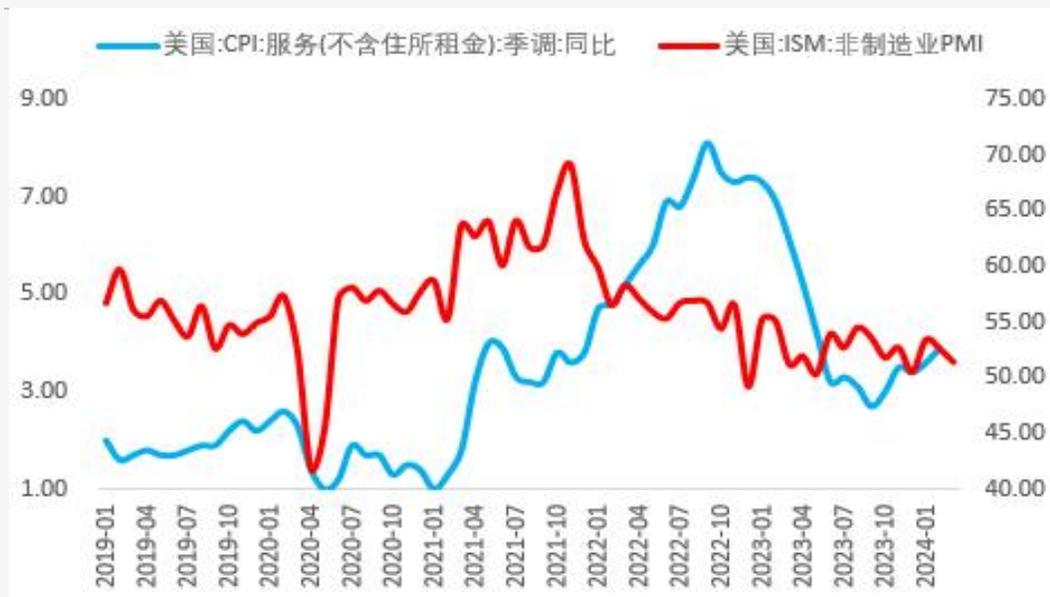
资料来源：wind、一德宏观战略部

◆ GDP不变价折年数同比以及CEO经济展望指数仍然高于长期平均水平，不衰退的预期得到“官宣”。

◆ 但近期持续上涨的通胀预期以及大类资产的表现看，二次通胀隐忧需加以关注。

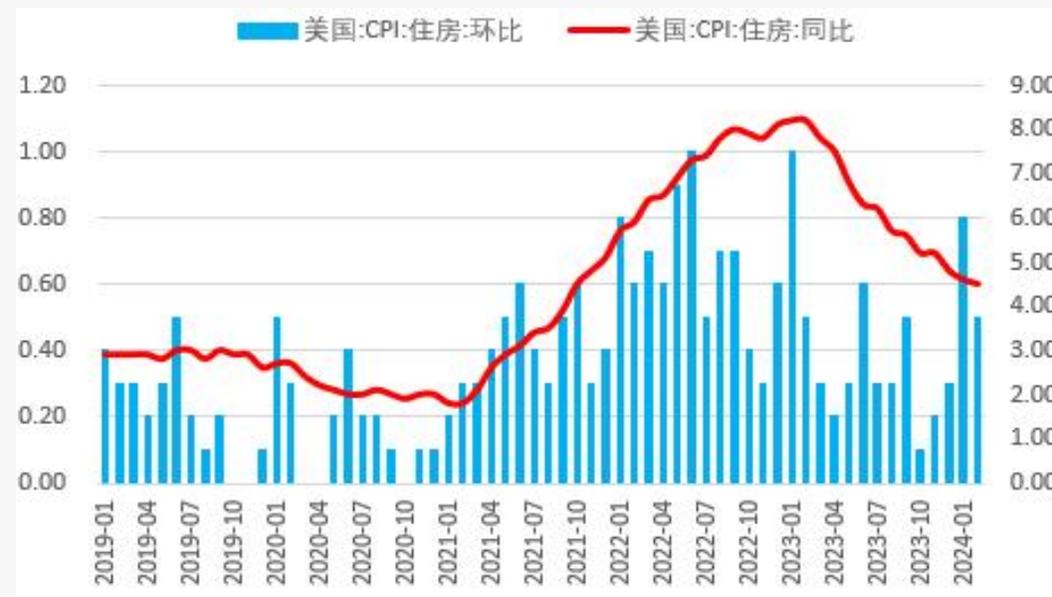
# 美国经济：不衰退得“官宣”，二次通胀担忧加深

图2.3：剔除租金的服务业通胀与ISM服务业PMI



资料来源：wind、一德宏观战略部

图2.4：住房通胀同比和环比 (%)



资料来源：wind、一德宏观战略部

- ◆ 住房去通胀进程依然颠簸，但由于相对权重较低，对核心PCE影响有限。
- ◆ 剔除住房的服务业通胀四季度以来企稳回升，或与当前薪资相关指标（时薪、ECI、亚特兰大联储薪资增长）下降缓慢有关。

# 利率：软着陆预期下年内或已触及下限

图2.5：美国自然利率R\* (%)

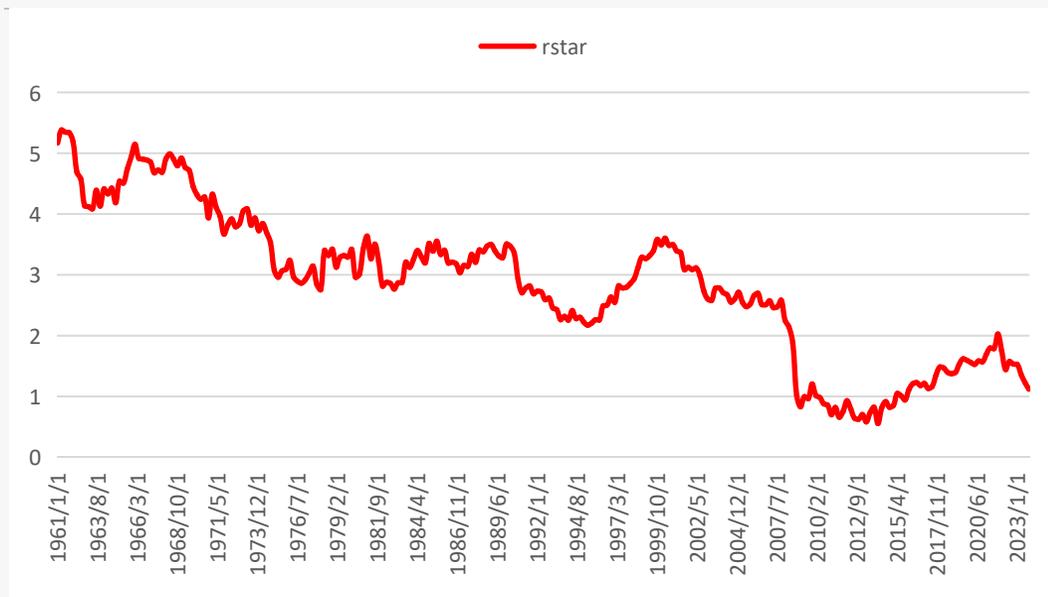
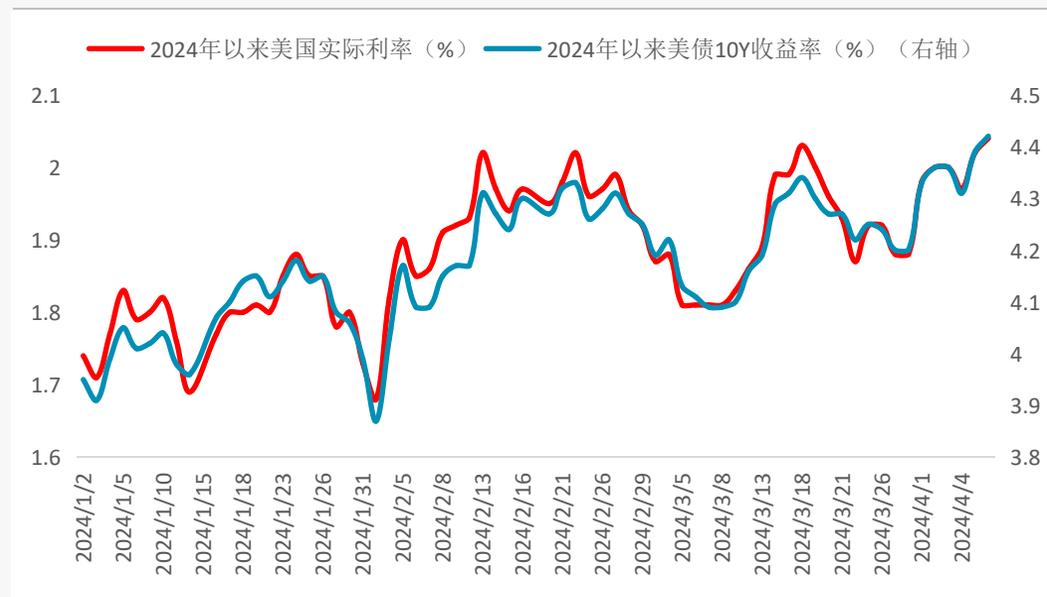


图2.6：年内实际利率与名义利率（右轴） (%)



资料来源：纽约联储、一德宏观战略部

- ◆ 基于软着陆基准预测，2023年R\*均值位于1.3%，叠加2.3%左右的通胀预期以及0-0.5%之间的期限溢价，名义利率下限位于3.6-4.1%之间，均值较为接近一季度低点3.83%。
- ◆ 上限方面，无higher风险，加之再融资计划较去年8月调整，供给扰动减弱，考虑到经济继续加速可能较低，利多支撑在于联储对通胀层面的误判以及后续进一步削弱降息次数。

# 美元指数：降息预期相对强弱主导

图2.7：美欧花旗意外指数差值与美元指数



资料来源：wind、一德宏观战略部

图2.8：2年期美德利差与美元（右轴）



资料来源：wind、一德宏观战略部

- ◆ 经济数据相对强弱影响与美元背离，当前主题仍是降息预期相对变化，反映在利差层面。
- ◆ 避险情绪未有升温时美元走强难以抑制黄金，非美元弱而是黄金强，对冲美元信用风险的买盘为金价提供了支撑。

# 资金面：投机资金主导3月以来反弹

图2.9：CFTC投机净多持仓与纽约金



资料来源：wind、一德宏观战略部

图2.10：CFTC投机净多持仓与纽约银



资料来源：wind、一德宏观战略部

- ◆ 一季度CFTC黄金投机净多持仓重返20万张，推动金价续创历史新高。
- ◆ 白银净多持仓与价格的背离随着价格的加速上涨完成了修复。

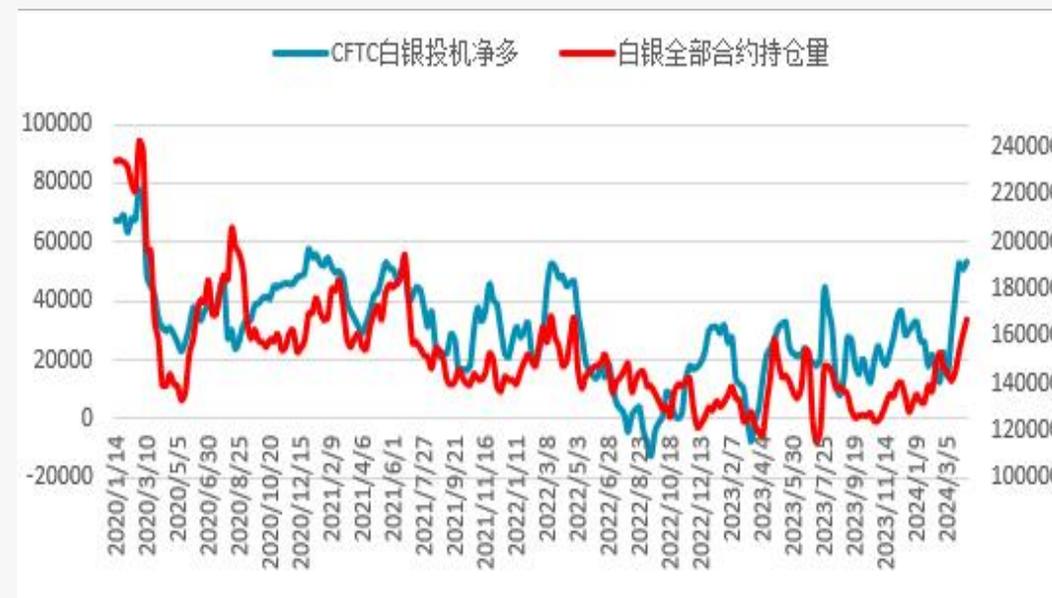
# 资金面：投机资金主导3月以来反弹

图2.11：CFTC黄金投机净多持仓与总持仓



资料来源：wind、CME、一德宏观战略部

图2.12：CFTC白银投机净多持仓与总持仓



资料来源：wind、CME、一德宏观战略部

- ◆ 纽期金总持仓与CFTC投机净多持仓变动趋势一致性明显强于纽期银。
- ◆ 4月以来的上涨黄金力度不如白银，主要原因为投机资金聚焦白银，总持仓为2021年年中以来最高。

# 资金面：央行购金连续两年补短板

图2.13：全球央行年度购金量（吨）



图2.14：2023年度购金量中国继续领跑



资料来源：wind、一德宏观战略部

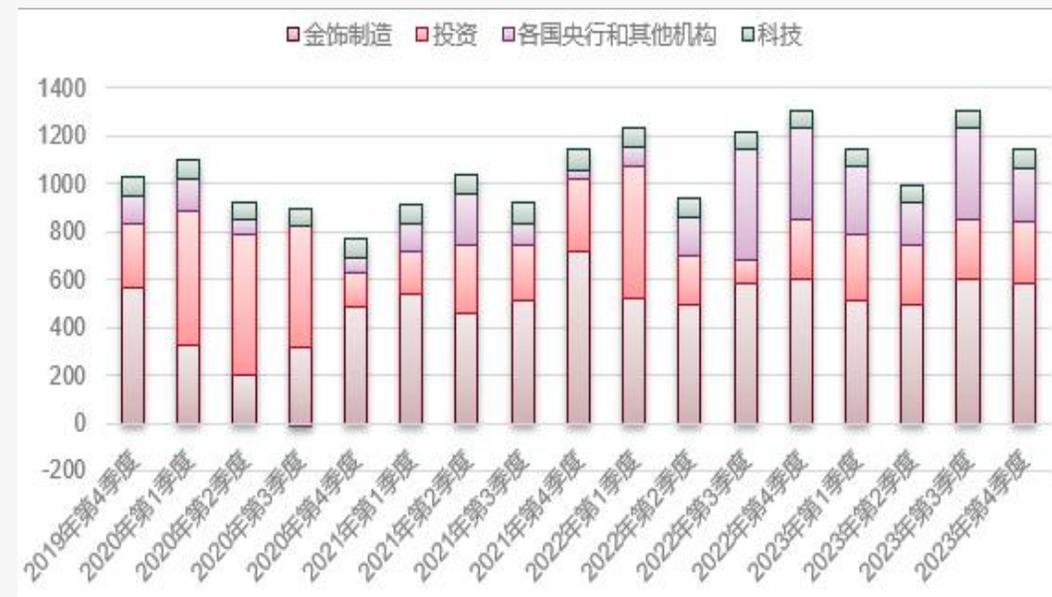
- ◆ 2022、2023年两年，全球央行净购金量分别为1082和1037吨，远超此前年份。
- ◆ 自2022年11月起，全球央行购金热已延续了近一年半，中国累计增持黄金量超300吨，其中2023年全年净购金225吨，基本覆盖了同期全球黄金ETF244吨的净流出量。

# 供需面：央行购金超越投资

图2.15：全球黄金年度需求情况（吨）



图2.16：全球黄金季度需求情况（吨）



资料来源：世界黄金协会、一德宏观战略部

- ◆ 1900美元的年度均价一定程度抑制了黄金的需求,各需求子项均有不同程度下滑, 其中受ETF及类似产品需求萎缩程度加深的影响, 投资需求下滑幅度超15%。
- ◆ 分项占比方面, 金饰消费一枝独秀外, 央行购金尽管较去年有所下滑, 但总量上仍反超投资占据第二。

# 溢价：高溢价率延续

图2.17：黄金现货溢价率

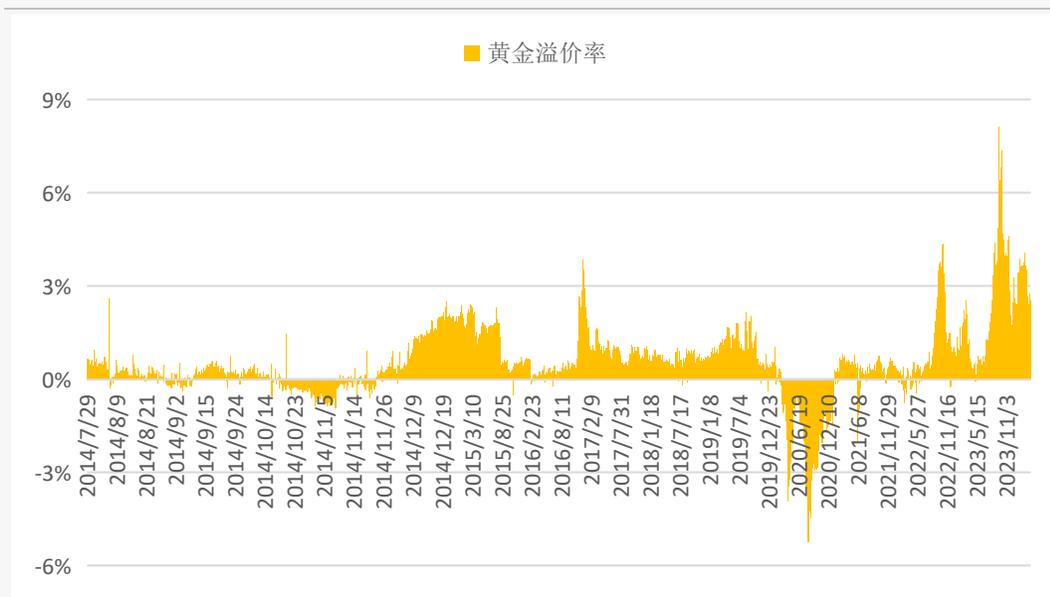
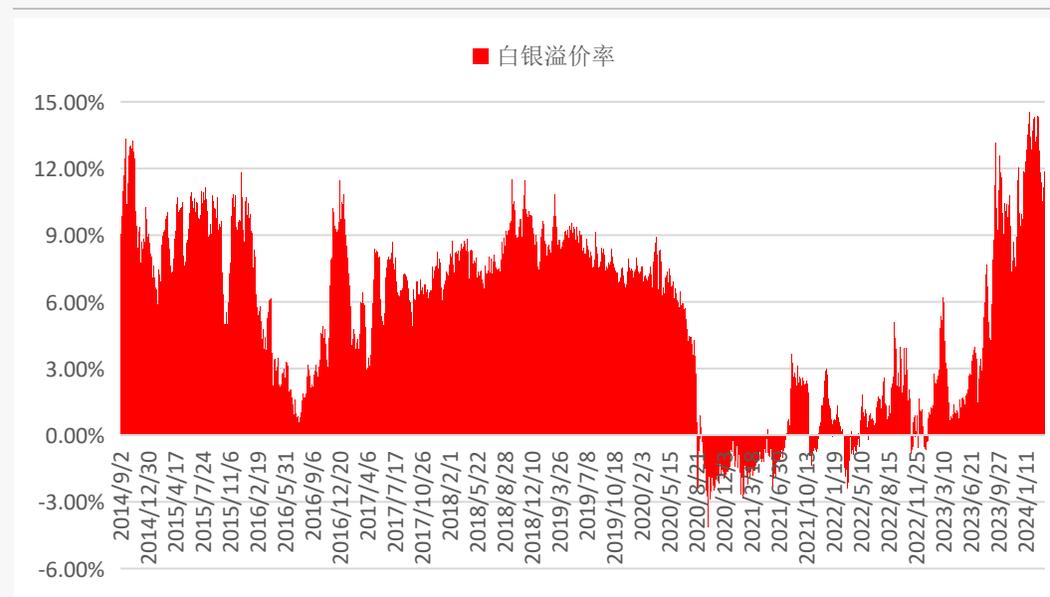


图2.18：白银现货溢价率



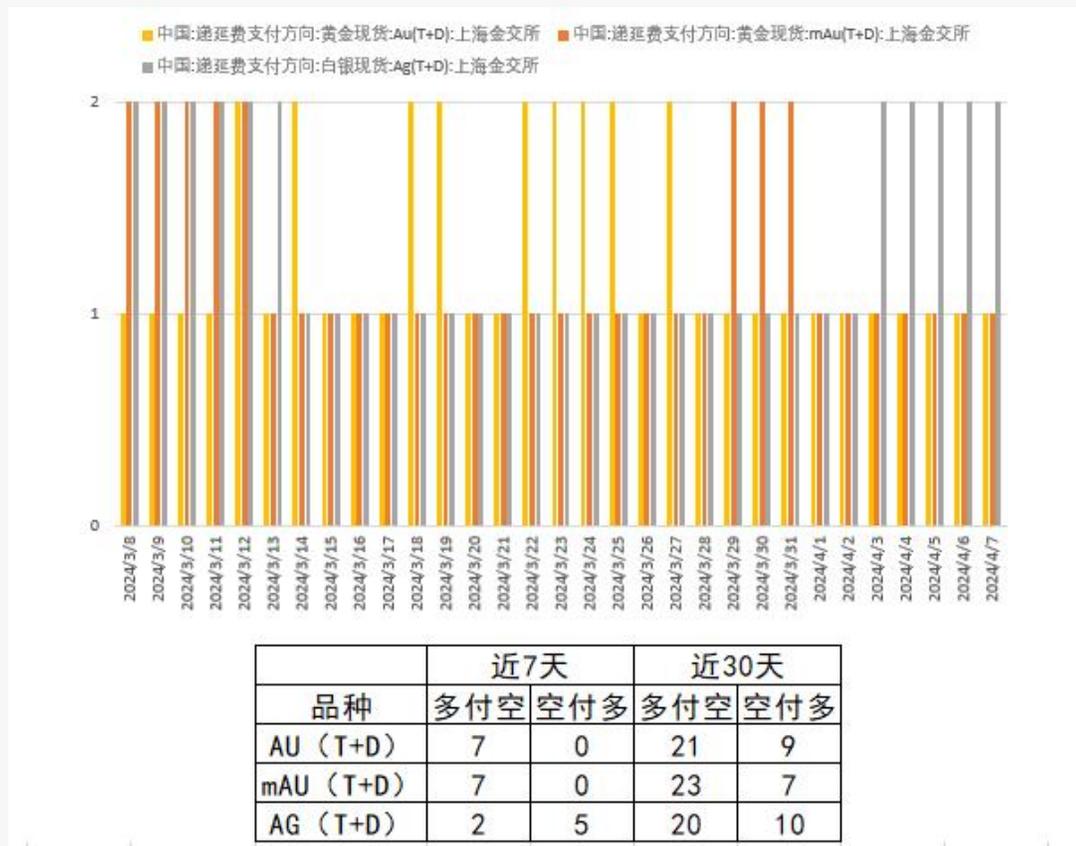
资料来源：wind、一德宏观战略部

- ◆ 内外宏观差异、需求结构转变、金融资本套利共同推动金银内盘强于外盘。
- ◆ 在上述方面特别是前者改变前，预计高溢价率较难回归常态。

# 国内现货金银延期交割情况

当周Au (T+D)、mAu (T+D) 递延费空头占优，Ag (T+D) 多头占优，近30日三者均为空头占优。

图2.19：近期金银延期交割情况



资料来源：Wind、一德宏观战略部



03

## 观点梳理

---

## 观点梳理

---

- ◆ **利空**：二次通胀令联储6月上调点阵图而削减降息预期，降息时点一再推迟。
- ◆ **利多**：货币政策转向预期始终存在、地缘因素、央行购金。
- ◆ **重点关注**：降息预期博弈、资金流向变化。

感谢聆听!

# 免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路188号信达广场16层



全国统一客服热线：400-7008-365



官方网站：[www.ydqh.com.cn](http://www.ydqh.com.cn)